

# Réussir une évaluation d'entreprise

## 1 L'évaluation d'entreprise : les essentiels

- Une évaluation dépend toujours de trois facteurs ..... 26
- Le diagnostic de prise de connaissance est incontournable ..... 26
- L'évaluateur doit se baser sur des comptes contrôlés ..... 29
- L'évaluateur doit intégrer le futur de l'entreprise ..... 29
- Une évaluation débouche sur un intervalle de valeurs ..... 30
- Le déroulé pratique d'une évaluation ..... 31

## 2 Le diagnostic préalable à l'approche chiffrée

- Prise de connaissance de l'entreprise ..... 32
- Les différents diagnostics à opérer ..... 33
- Le marché pour éléments de comparaison ..... 36

## 3 Évaluer les TPE : spécificités et méthodes à privilégier

- Lien de dépendance et impact du départ du dirigeant ..... 39
- Adapter les solutions en fonction de la situation ..... 40
- Les méthodes d'évaluation à privilégier ..... 43
- L'enveloppe financière globale ..... 45

## 4 Évaluer les entreprises de plus de 9 salariés

- La méthode analogique ..... 47
- La méthode du Discounted Cash Flow (DCF) ..... 49

## Conclusion ..... 54

Ce dossier a été élaboré par :

*Experts comptables  
et conseils - experts financiers*

**Agnès Bricard  
Jean-Pierre Colle  
Gilles de Courcel  
Élisabeth Lacroix-Philips  
Dominique Ledouble**

*Avocats*

**Xavier Delcros  
Hervé Chemouli**

Le lecteur désireux d'approfondir certains volets techniques de l'évaluation d'entreprise a désormais à sa disposition **une base documentaire en ligne**, établie en collaboration entre :

- l'Ordre des Experts Comptables de Paris Ile-de-France  
**[www.oec-paris.fr](http://www.oec-paris.fr)**
- la Compagnie des Conseils et Experts Financiers  
**[www.ccefenligne.com](http://www.ccefenligne.com)**
- l'Ordre des Avocats de Paris  
**[www.avocatparis.org](http://www.avocatparis.org)**

# L'évaluation d'entreprise : les essentiels

**A**vant d'en aborder les aspects méthodologiques, il faut savoir que l'évaluation d'une entreprise n'a rien d'une démarche théorique. L'évaluateur doit garder en mémoire un certain nombre de principes fondamentaux qui vont fonder sa démarche.

## ● Une évaluation dépend toujours de trois facteurs

- **Le contexte de l'évaluation** – Quand évalue-t-on ? Une évaluation d'entreprise intervient à l'occasion :
  - d'une acquisition : position d'acheteur,
  - d'une transmission : position de vendeur,
  - d'une restructuration pour réduire des coûts et optimiser les synergies,
  - d'une fusion pour réévaluation d'actifs immobilisés,
  - d'une succession à travers une donation-partage, qui permet le passage de témoin à un ou plusieurs de ses enfants « compétents dans le métier » sans léser les autres héritiers ne souhaitant pas s'investir professionnellement,
  - d'une évaluation annuelle dans le cadre de l'ISF...
- **À qui l'évaluation est-elle destinée ?** Une évaluation répond aux besoins spécifiques de partenaires de l'entreprise :
  - l'acquéreur, le vendeur : leurs besoins sont très différents, d'où l'intérêt pour chaque partie d'avoir ses propres conseils, et notamment l'avocat et l'expert comptable fonctionnant en binôme dans l'intérêt premier de l'entreprise,
  - les salariés des comités d'entreprise pour des fusions-restructurations, des cadres pour des bons de souscription d'actions (BSA),
  - les associés pour une sortie du capital, et notamment lors d'un conflit interne,
  - le notaire qui est en charge de la rédaction d'un acte de donation-partage incluant des titres de sociétés,
  - le donateur,
  - ou les héritiers...
- **Selon la taille de l'entreprise évaluée, les méthodes d'évaluation doivent être différenciées** – Ainsi, s'agissant d'une PME, le lien de dépendance entre le dirigeant et son entreprise est toujours très fort, et les prévisionnels sont souvent inexistantes, d'où la nécessité de recourir à des méthodes adaptées...

## ● Le diagnostic de prise de connaissance est incontournable

- **Diagnostiquer les points forts et les faiblesses de l'entreprise...** Une entreprise est une structure vivante, ce qui implique qu'un diagnostic de prise de connaissance doit précéder l'évaluation elle-même. Il serait déraisonnable de limiter l'opération d'évaluation au simple examen des comptes annuels.

Les diagnostics de prise de connaissance, au niveau tant général que commercial, industriel, humain, juridique, comptable et financier permettent d'évaluer et d'apprécier la structure vivante qu'est l'entreprise et de mettre en exergue ses points forts et ses points faibles qui influenceront obligatoirement sur l'évaluation.

Il faut, par ailleurs, noter l'intérêt de ces diagnostics de prise de connaissance de l'entreprise dans le cadre d'acquisitions : ceux-ci peuvent en effet révéler de nombreuses insuffisances ou inadéquations au projet du repreneur, ou encore des besoins d'un niveau tel que l'acquéreur peut être amené à stopper en l'état son projet d'origine sans perdre trop de temps ou d'argent.

- **... en prenant en compte l'aspect humain...** Le volet humain est loin d'être négligeable, tant au travers du dirigeant qui est souvent le vrai moteur de l'entreprise, en général à l'origine de la richesse de celle-ci, que de son équipe, par sa compétence, sa formation, sa capacité d'adaptation : une bonne approche doit être effectuée en tenant compte de l'ancienneté des salariés, de leur niveau de rémunération, etc.

- **... en analysant le champ commercial et industriel...** Sont notamment à examiner :

- le positionnement du produit et/ou du service, à savoir le niveau de technicité, l'appréciation du savoir-faire, l'existence ou non d'un avantage compétitif..., sa durée de vie et son état actuel (en pente ascendante, sur le plateau, ou en pente descendante...), les produits de substitution en vue, etc. ;

- sa position par rapport à la concurrence, à savoir zone d'influence géographique (proximité, niveau régional, national...), occupation d'une niche, capacité de nuisance de la concurrence... ;

- sa clientèle, c'est-à-dire le nombre absolu de clients, le niveau de diversification de la clientèle, l'importance de la récurrence du chiffre d'affaires, la possibilité de le développer... ;

- son lien de dépendance exclusive par rapport à un fournisseur qui peut être remis en cause (risque pour un distributeur exclusif de se retrouver face à de nombreux concurrents) ;

- l'outil de production et/ou de distribution : l'état du matériel, le coût de sa mise à niveau ou de son remplacement (pour les budgets d'investissements nécessaires), les locaux, (nature, superficie, type, coût, baux...).

- **et sans omettre l'importance du domaine juridique**, à savoir plus précisément le droit des contrats, les conventions réglementées, les garanties données, etc. L'évaluateur doit procéder de la façon suivante.

⇒ **Prendre connaissance de tous les contrats qui engagent l'entreprise à long terme et dont l'acquéreur va « hériter », de leur incidence sur la situation nette (capitaux propres) et sur la valorisation de l'entreprise tant sur ses résultats futurs, que sur la « liberté ou non » de restructurer.**

#### Exemples

- **Les baux** – En général, on ne peut les dénoncer qu'à chaque échéance triennale. Or si l'on souhaite regrouper des sites de production et abandonner des baux, on sera tenu, sauf négociation, de payer le loyer jusqu'à la fin de la période triennale en cours.

L'activité exercée peut être limitée dans le bail, ce qui peut poser un problème sérieux pour adjoindre une activité nouvelle, sauf à devoir payer une indemnité au bailleur dite « indemnité de déspecialisation ».

Si le bail initial conclu pour une période de 9 ans n'a été poursuivi que dans les faits, la propriété commerciale existe bien, mais si le délai de 12 ans a été dépassé, le loyer

peut être déplaçonné par le bailleur et l'on a malheureusement trop souvent constaté un doublement de loyer à cette occasion.

• **Les crédits-baux** – Les loyers doivent être réglés jusqu'à la fin du contrat, même si les matériels deviennent inutiles du fait de la restructuration, acquisition, reprise...

Du point de vue du crédit-bailleur, rappelons qu'en cas de rupture du contrat, le locataire est redevable de l'intégralité des loyers restant à courir sous déduction du prix de revente du matériel (souvent minime).

• **Les contrats de prestations de services conclus** sur une durée de trois ou cinq ans, tels que :

- maintenance du matériel de production ou du matériel informatique,
- hébergement du site,
- protection-alarme.

Il faut toujours chiffrer le coût des ruptures éventuelles de tels contrats non nécessaires pour le repreneur.

Bien entendu, cette analyse critique des contrats s'applique aussi bien à des contrats de sous-traitance ou d'approvisionnement. Mais les clauses essentielles à examiner sont toujours :

- la durée de l'engagement,
- le volume à traiter,
- les possibilités de sortie et le prix à payer.

• **Il ne faut pas négliger le caractère « *intuitu personae* »** de certains contrats :

- contrats de concession,
- certains emprunts bancaires,
- découverts bancaires.

Car souvent les cocontractants ont signé ces contrats compte tenu de la personne du chef d'entreprise.

• **Enfin, certains contrats avec clauses particulières pouvant limiter l'activité** doivent être examinés : contrats de distribution avec exclusivité de produit ou de territoire, de même que les garanties données aux clients...

⇒ **Recenser les garanties personnelles données aux créanciers** par les dirigeants ou le groupe auquel appartient la société, puisqu'il faudra prévoir leur substitution : quels montants, quelle durée ?...

⇒ **Demander que l'avocat de la société fournisse une note sur l'état des litiges en cours** ainsi que des procès, et comparer avec les dettes comptabilisées et/ou des mentions portées dans l'annexe...

⇒ **Demander aux services techniques de production** les derniers comptes rendus des organismes de contrôle d'hygiène et de sécurité des locaux par exemple, et, pour les produits, vérifier le respect des normes industrielles, de façon à apprécier l'existence des risques et à les comparer aux provisions constituées.

⇒ **Prendre connaissance des conventions réglementées**, notamment lorsque l'entreprise cible est dans un groupe, et par exemple s'agissant des prestations de services assurées par le groupe : quel investissement en hommes et en matériel doit-on prévoir pour reprendre en interne ces prestations ?

⇒ **En conclusion**, l'inventaire exhaustif de ces contrats servira, bien entendu, pour la bonne rédaction des clauses de garantie d'actif et de passif qui devront protéger l'acquéreur sans pour autant « enchaîner » le vendeur, à savoir payer plus au titre de ces garanties que le prix de cession perçu.

## ● L'évaluateur doit se baser sur des comptes contrôlés

Les comptes annuels communiqués pour l'évaluation doivent être contrôlés préalablement, et nécessairement si l'évaluateur est un expert comptable.

L'évaluateur doit ainsi demander les rapports du commissaire aux comptes (général et spécial) et vérifier si les comptes annuels sont certifiés. Il doit également prendre connaissance de tout rapport d'auditeur interne ou externe pouvant exister qui lui permette de réduire d'autant ses propres contrôles.

Sinon, il lui faut consacrer suffisamment de temps à ce contrôle des comptes annuels. À défaut, les experts comptables évaluateurs risqueraient, compte tenu de leur qualification, de se voir reprocher par les tribunaux de « ne pas avoir vu », sauf si la lettre de mission acceptée par le client exclut clairement ce contrôle des comptes annuels du champ de leur mission d'évaluateur.

### Exemples de contrôles à opérer (liste non exhaustive)

Postes concernés	Faits pouvant être relevés	Impact sur le résultat et sur l'évaluation d'entreprise basée sur des méthodes de rentabilité
<b>ACTIF</b>		
Immobilisations	Insuffisance des amortissements	Hausse injustifiée du résultat
Immobilisations financières	Maintien à l'actif de titres cédés Surévaluation de titres par insuffisance d'enregistrement de provisions	Hausse injustifiée du résultat Hausse injustifiée du résultat
Stocks	Omission ou insuffisance de constitution d'une provision pour dépréciation Majoration	Hausse injustifiée du résultat Hausse injustifiée du résultat
Créances	Maintien à l'actif de créances irrécouvrables	Hausse injustifiée du résultat
<b>PASSIF</b>		
Provisions pour risques	Omission ou insuffisance de constitution d'une provision	Hausse injustifiée du résultat
Dettes	Omission ou insuffisance d'enregistrement d'une dette certaine	Hausse injustifiée du résultat
<b>COMPTE DE RÉSULTAT</b>		
Ventes	Enregistrement de factures correspondant à des prestations « anticipées »	Hausse injustifiée du résultat
Charges – achats (marchandises)	Non-enregistrement de marchandises ou de matériels achetés et déjà vendus	Hausse injustifiée du résultat
Frais généraux	Régularisation sur l'exercice de charges antérieures dont l'enregistrement comptable avait été différé, et ce, pour les clauses de garanties d'actif et de passif « sécurisées »	Baisse injustifiée du résultat

## ● L'évaluateur doit intégrer le futur de l'entreprise

• **Prendre en compte les données prévisionnelles...** L'évaluateur doit étudier :

⇒ les projections de l'entreprise en l'état : prévisions d'exploitation, de trésorerie et d'investissement, développement de son chiffre d'affaires (si besoin par mois pour une boutique, par salarié dans le cas de prestations de services)...

⇒ les besoins financiers permettant le maintien à l'avenir d'un « bon fonctionnement », c'est-à-dire appropriés pour ne pas être toujours sur « la corde raide ».

Il faut ainsi prendre en compte, par exemple, la mise à niveau du matériel et du personnel, la mise en conformité avec les normes techniques industrielles et de sécurité, les investissements et les embauches nécessaires au projet de développement...

⇒ *les besoins spécifiques de l'acquéreur*, compte tenu de son propre projet d'acquisition qui peut être une intégration verticale, une restructuration... Ce projet doit générer des économies dans le futur de par les synergies souhaitées, mais entraîne souvent au préalable des coûts supplémentaires : licenciements, suppression de sites de production...

• **... pour déterminer l'enveloppe financière globale du projet** – L'étude du futur doit permettre de connaître l'enveloppe financière globale du projet d'acquisition, de reprise ou de restructuration, à savoir :

Valeur de l'entreprise  
+

Fonds à injecter pour financer les pertes temporaires et/ou un plan de développement nécessaire à la bonne mise à niveau de l'entreprise...

L'évaluateur doit juger si l'enveloppe financière globale ainsi déterminée est compatible avec les capacités financières de l'acquéreur potentiel.

Si ce n'est pas le cas, la mise en œuvre du projet et la nécessité de poursuivre l'évaluation seront remises en cause.

## • Une évaluation débouche sur un intervalle de valeurs

• **Une évaluation n'est pas un « chiffre figé »** – Une évaluation résulte d'une combinaison de méthodes dites « retenues » par l'évaluateur, car adaptées au cas particulier après mise à l'écart des méthodes inadéquates dites « méthodes écartées ».

Cette combinaison de méthodes d'évaluation aboutit à un intervalle de valeurs, et non à une valeur moyenne telle que « l'antique » méthode des praticiens (par exemple, 1/3 d'une valeur patrimoniale + 2/3 d'une valeur de rentabilité).

• **L'évaluation n'est pas le prix de cession** – Il ne faut pas confondre une évaluation d'entreprise avec un prix sur lequel le vendeur et l'acquéreur finissent par se mettre d'accord dans un délai variable.

Selon Gilles Lecointre (1), le délai moyen de cession est de 12 mois et le prix de cession a pu être estimé à environ  $\pm 15\%$  de l'évaluation effectuée dans le cas où le profil de l'entreprise est « bon » bien entendu.

L'amplitude entre l'évaluation d'une entreprise et son prix de cession peut être plus ou moins forte selon l'urgence de la transaction, la rareté de l'affaire, la pluralité ou non d'acquéreurs, le montant net minimum que le vendeur entend retirer de sa vente, faute de quoi il préférera ne pas vendre.

(1) « La transmission d'entreprise en pratique – 10 leçons pour réussir une cession de PME et 110 cas réels analysés » - Gualino Éditeur.

## Le déroulé pratique d'une évaluation

**1 Débuter par une prise de connaissance interne ou externe** sous forme de diagnostics, fonction par fonction, de la place de l'entreprise sur son marché et de l'évolution prévisible de celui-ci. Un rapport d'étape doit être établi.

*Nous développons ici cette prise de connaissance* dans la mesure où il nous semble qu'elle est trop souvent omise ou insuffisamment développée. Cette situation peut amener, outre des erreurs dans les évaluations, des prises de décisions d'acquisition inopportunes, par ignorance de la situation réelle de l'entreprise, et notamment par méconnaissance du savoir-faire réel de l'entreprise, de son avantage compétitif, de l'évolution prévisible de la demande de produits actuels, de la capacité de l'entreprise à mettre en place des produits de substitution.

**2 Intégrer une connaissance certaine des méthodes d'évaluation.** Celles-ci ne seront pas développées de façon exhaustive dans ce dossier dans la mesure où il est fait référence à des théories connues. Le lecteur pourra se reporter utilement à la base documentaire « <http://www.oec-paris.fr> ».

**3 Faire référence aux méthodes à écarter et aux méthodes à retenir.** Ce sujet nous a semblé pouvoir être abordé en fonction de la taille de l'entreprise à évaluer en raison des spécificités des PME familiales :

- lien de dépendance fort entre le dirigeant et son entreprise,
- absence de prévisionnels autres que le chiffre d'affaires.

Il ne s'agit pas d'un inventaire à la Prévert, mais d'une approche pragmatique.

**4 Prendre en compte les valeurs de marché** et ce, à deux titres :

- en tant que valeurs de référence avec des transactions récentes comparables, notamment à travers la presse financière et le marché boursier,
- comme réponse à une contestation éventuelle de l'administration fiscale du prix de cession des PME avec un redressement relatif à un prix considéré comme insuffisant et souvent qualifié de dissimulé.

*Les références marchés font l'objet de notre encadré page 36.*

**5 Émettre un rapport d'évaluation.** L'évaluateur exprime son opinion sur la valeur de l'entreprise.

Le rapport d'évaluation doit impérativement rappeler :

- le contexte dans lequel l'évaluation est opérée,
- les diligences effectuées,
- les limites éventuellement apportées aux travaux, soit à la demande du client, soit en raison de l'absence d'un expert technique qui serait seul compétent sur des points très précis (audit d'environnement...),
- les méthodes écartées dûment motivées et les méthodes retenues,
- la justification des hypothèses retenues dans la mise en œuvre des méthodes d'évaluation (coefficient multiplicateur appliqué au chiffre d'affaires retenu, prime de risque...),
- une synthèse des calculs avec renvoi en annexe des détails,
- et en conclusion, non pas une valeur figée, mais un intervalle de valeurs.

- Enfin, il ne faut pas oublier que dans un contexte d'acquisition d'entreprise, l'acheteur doit
- avoir une notion assez précise de l'enveloppe financière globale qu'il devra affecter à ce
- projet. Celle-ci devra inclure, outre le paiement du prix et le remboursement des
- comptes courants d'associés, la mise à niveau éventuellement nécessaire des investisse-
- ments et de la structure financière.

# Le diagnostic préalable à l'approche chiffrée

**N**ous mettons l'accent sur l'étape – fondamentale pour réussir une évaluation – des diagnostics à opérer préalablement aux approches chiffrées de la valeur de l'entreprise.

## ● Prise de connaissance de l'entreprise

La durée de la phase de prise de connaissance varie d'un dossier à l'autre en fonction de la complexité de l'activité et/ou du secteur d'activité, de la taille de l'entreprise, et enfin de la relation entre l'entreprise à évaluer et l'évaluateur.

Si l'évaluateur consulté est l'expert comptable, il a déjà une bonne connaissance de l'entreprise. La prise de connaissance est alors essentiellement axée sur l'externe (marché, concurrence, évolution technologique...) et sur les éléments qualitatifs non valorisés dans la comptabilité, notamment le volet humain et tout élément statistique et/ou de référence dans le secteur économique.

Deux types de prise de connaissance sont à mener de front : l'interne et l'externe.

### *Prise de connaissance interne*

La première source d'informations pour l'évaluateur est évidemment l'entreprise elle-même. Les trois types de travaux suivants sont à assurer habituellement.

• **Procéder à une visite des lieux** – Bien souvent, l'évaluateur va comprendre certaines situations et détecter certains risques dès la visite des locaux.

#### **Attention**

Si l'évaluation n'a pas été annoncée au personnel, et pour éviter de créer une psychose car reprise équivaut généralement à restructuration et parfois à licenciements, le chef d'entreprise et l'évaluateur devront se mettre d'accord sur les « explications » données au personnel pour justifier cette visite.

• **Apprécier les capacités** de l'entreprise tant à vendre qu'à produire, à administrer et à se développer.

⇒ *La capacité à vendre*: le cadre des ventes, l'organisation des ventes, le tableau de bord commercial, la performance commerciale, la pérennité des ventes...

⇒ *La capacité à produire*: le cadre de production, l'organisation de la production, le tableau de bord de la production, la performance de la production, la pérennité technologique.

⇒ *La capacité à se développer*: l'existence d'une stratégie avec des objectifs réalistes et des moyens adaptés, l'organisation et la coordination des ressources, le contrôle et le suivi du développement, la veille stratégique.

⇒ *La capacité à administrer*: le cadre administratif, l'organisation administrative et comptable, la fiabilisation des informations comptables, le tableau de bord de gestion, la pérennité financière.

• **Et, bien sûr, constituer un dossier de base**, avec un ensemble de documents dits « classiques » et, pour d'autres, adaptés à la situation particulière de l'entreprise.

### Prise de connaissance externe

La prise de connaissance externe est plus compliquée. L'information est en effet souvent plus délicate à trouver, car elle n'est pas rassemblée au sein de l'entreprise.

Il faut donc analyser le marché, ses évolutions et sa répartition, s'intéresser aux concurrents, apprécier la part réelle du marché de l'entreprise, rechercher les éventuels produits de substitution qui pourraient faire leur entrée, étudier l'environnement de proximité, régional ou national et enfin international, et les risques liés non seulement à l'activité mais aussi aux normes industrielles et réglementaires.

Les meilleurs moyens pour accéder aux informations sectorielles consistent à consulter des études qui présentent l'évolution du marché concerné, prendre contact avec les syndicats professionnels de la branche d'activité, et ne pas hésiter à appeler des compétences spécifiques dans la mesure où l'expert comptable ne les détient pas toujours.

## • Les différents diagnostics à opérer

### Objectifs des diagnostics dans le cadre de l'évaluation

- **Le diagnostic général** résulte :

- de l'analyse de l'entreprise, fonction par fonction, qui mettra en évidence les forces et les faiblesses de chacune d'entre elles,
- et de l'analyse de l'entreprise dans son environnement. Elle permettra de faire ressortir les menaces ou opportunités provenant de la situation économique, du secteur d'activité et de ses contraintes liées au métier (innovation) mais également réglementaires (sont-elles connues et maîtrisées ?), du positionnement de l'entreprise et/ou de sa dépendance et, enfin, de l'état de celle-ci par rapport à tous ces facteurs.

- **Ces différents éléments seront susceptibles de majorer ou de minorer la valeur brute de l'entreprise** par le biais de retraitements chiffrés tels que notamment :

- état du matériel et état des locaux : comparaison de leur dépréciation réelle avec les amortissements pratiqués (amortissements comptables et/ou fiscaux, nous ne rentrerons pas dans ce vaste débat...),
- matériel mis gracieusement à disposition de l'entreprise,
- provision pour restructuration : mise à niveau du matériel et du personnel,
- stocks concernant une activité qui ne serait pas poursuivie par le repreneur, et qui sont de ce fait à exclure pour non-valeur.

De même, pour le compte de résultat, les postes de frais généraux et de personnel doivent être retraités, notamment en cas de frais insuffisamment pris en compte ou trop importants du fait de raisons historiques et culturelles : faible ou forte rémunération du dirigeant, personnes faisant partie de la famille non ou « trop » rémunérées, loyers versés à des SCI familiales faibles ou importants...

Enfin sont tout aussi importants, même si non chiffrés, les retraitements résultant des volets non comptables et non financiers du diagnostic général, qui sont détaillés ci-après.

### Le diagnostic commercial

- **Le marché** – L'objectif est de savoir quelle est la position de l'entreprise sur son secteur d'activité, en fait son marché. C'est ainsi qu'une appréciation différente sera portée à un marché segmenté ou non, concentré ou atomisé.

Par ailleurs, si l'entreprise dispose d'un nombre restreint de gros clients, elle en est fortement dépendante. Elle présente donc un risque élevé. L'évaluateur doit le noter et l'intégrer dans son évaluation finale en appliquant si besoin une décote forfaitaire.

- **Les produits** – Si les produits de l'entreprise connaissent un certain succès aujourd'hui, comment la demande va-t-elle évoluer? C'est une question que doit se poser l'évaluateur. Pour ce faire, il convient d'étudier (ou de faire étudier) le portefeuille de produits de l'entreprise et de situer chaque produit dans sa courbe de vie. Si les produits sont en phase de maturité, voire de déclin, il faut non seulement en tirer des conclusions sur les résultats futurs, mais aussi s'assurer que l'entreprise a prévu le renouvellement de ces produits. Sinon, le risque élevé de non-pérennité imposera d'opérer une forte décote.

- **Les conditions de vente** – L'évaluateur doit également étudier si une réglementation particulière régit la commercialisation d'un produit, notamment si le produit peut souffrir d'une réglementation nouvelle (par exemple, une nouvelle directive européenne). La loi sur la sécurité financière est un bon exemple pour le marché de la distribution des produits financiers, avec la mise en place de contraintes nouvelles et de restrictions.

### Le diagnostic industriel ou de production

L'évaluateur ne doit **pas hésiter à faire appel à un expert technique pour examiner certains points** tels que: la production est-elle spéciale, standard, en série, saisonnière...? Existe-t-il des procédés meilleurs ou moins coûteux? Utilise-t-on les outils de production au maximum de leurs capacités? L'entreprise est-elle en mesure de mettre en œuvre de nouvelles technologies avec son personnel actuel? Là encore, en fonction des réponses, des décotes ou des provisions pour restructuration pourront être justifiées.

### Le diagnostic des ressources humaines

- **L'évaluateur va chercher à déceler les risques sociaux** qui pourraient se présenter dans l'entreprise.

⇒ La première étape consiste à se renseigner sur les éventuels conflits passés et présents, et à en expliquer les causes. Cependant, l'analyse des conflits ne suffit pas, car d'autres problèmes sous-jacents peuvent exister et fragiliser la situation de l'entreprise s'ils se révèlent par la suite. C'est ainsi qu'il faut analyser autant que faire se peut la situation de chaque individu: sa place dans l'organigramme (sur le papier et dans les faits), le profil de son poste (tâches, niveau de compétence, degré de responsabilité), c'est-à-dire apprécier le travail de chaque individu, son adéquation à sa fonction, aux objectifs et aux besoins de l'entreprise.

⇒ L'évaluateur pourra également se procurer la pyramide des âges de l'entreprise pour apprécier les risques de passif social latent (départ à la retraite...). Il existe suffisamment de logiciels sur le marché pour chiffrer les engagements de retraites, encore peu comptabilisés à ce jour en l'absence d'obligation générale. Ce chiffrage peut entraîner une décote de la valeur.

► *Enfin*, des comparaisons pourront être opérées avec les entreprises du même secteur d'activité pour les points suivants pour autant que l'évaluateur obtienne une telle information: politique de rémunération, niveau de qualification, taux d'absentéisme... C'est ainsi qu'une décote pourrait être effectuée si des réajustements de rémunération devaient être effectués (temps de travail, qualification).

► *Il faut également prendre connaissance* ou *faire prendre connaissance* par les professionnels du chiffre et/ou du droit, **des contrats de travail particuliers, pouvant générer des coûts à venir** à prendre en compte dans l'évaluation (durée de préavis et indemnités de licenciement supérieures aux obligations légales), et de l'absence de clauses spécifiques telles que la mobilité des salariés permettant à l'acquéreur de transférer le personnel.

► *Au terme de son audit des ressources humaines*, l'évaluateur devra être capable de mesurer le climat social de l'entreprise, son incidence sur la pérennité possible, ses capacités d'adaptation aux mutations à venir et les risques pour l'entreprise.

- **S'agissant des dirigeants**, la préoccupation de l'évaluateur sera, compte tenu de leur importance sur la vie de la PME, **de mesurer l'impact du départ éventuel des dirigeants** tant en interne qu'en externe. Ils sont souvent la clé d'une fonction majeure de l'entreprise et/ou le seul interlocuteur des tiers.

### Le diagnostic juridique

- **Il faut étudier le dossier juridique sous l'éclairage du droit des sociétés** à travers un ensemble de documents tels que statuts, K bis, procès-verbaux d'assemblée générale, de conseil d'administration, rapports de gestion, rapports de commissaires aux comptes généraux et spéciaux, inscription de privilèges de l'entreprise pour identifier les risques éventuels tels que pactes d'actionnaires, dilution du capital, pour apprécier l'intérêt d'exiger d'avoir un seul interlocuteur qui se porte fort des autres actionnaires.

- **L'évaluateur doit prendre connaissance du niveau du capital et de ses évolutions** le cas échéant, si sa répartition a été sensiblement modifiée, de son montant actuel, rechercher les transactions intervenues, les cessions d'actions aussi bien entre actionnaires préexistants ou nouveaux entrants, ou les augmentations de capital, les primes d'émission les accompagnant permettant de connaître la valeur donnée alors à l'entreprise.

- **Il est indispensable de s'interroger sur la continuité des contrats** – Il faut pour cela prendre connaissance des contrats importants avec les tiers, à savoir les contrats qui engagent l'entreprise à long terme et les contrats avec clauses particulières telles que clause d'exclusivité, caution ou nantissement, ainsi que les contrats conclus avec des clauses liées à la personne du dirigeant. Le cas échéant, il devra être fait appel à un avocat spécialisé en droit des contrats.

Il faut également s'assurer que les risques professionnels sont couverts par les différentes polices d'assurance souscrites par l'entreprise, sinon il faudra mesurer le risque encouru.

- **Enfin, en présence d'un groupe**, il convient d'appréhender l'environnement groupe à travers les sociétés filiales, pour leur valeur réelle, d'une part, et de connaître leurs relations pour apprécier les incidences possibles sur les charges ou les produits de la société à évaluer, d'autre part, ainsi qu'à travers les sociétés apparentées (dirigeants communs). En règle générale, il est demandé une situation financière récente de ces sociétés et les éléments essentiels de leur exploitation (CA, MBA, frais financiers).

## Le marché pour éléments de comparaison

2

• **Les références marché** – La recherche de références de valeurs au travers de transactions réalisées dans le même secteur, anciennes ou récentes de préférence, dites « méthodes analogiques ou de comparaison », est une démarche relativement nouvelle dans le contexte des évaluations, alors que dans la vie courante, un acquéreur se préoccupe toujours de connaître les conditions de transactions comparables. L'évaluateur ne restera pas « colé » à ces valeurs, mais il est important qu'il les connaisse. Ce sont des références marché. Par exemple, pour l'acquisition d'un bien immobilier, prix moyen au m<sup>2</sup> connu au travers de divers sites (notaires...), il est souhaitable de connaître les transactions comparables, ne serait-ce que pour répondre à l'administration fiscale qui pourrait contester la valeur à laquelle la transaction a été effectuée.

• **Ces données ne sont pas recensées de façon systématique** – Malgré l'importance de ces données pour l'acquisition d'une entreprise, aucun site n'est réellement organisé pour recenser les transactions qui restent souvent discrètes, atomisées pour les PME, soit 90 % du tissu économique.

Les Chambres de commerce et d'industrie souhaitent faire émerger une bourse à l'occasion de leur bicentenaire en 2003 et l'Ordre des experts comptables prévoit cette approche pour son congrès de septembre 2003. L'administration fiscale, bien que passage obligé au travers des droits de mutation pour les fonds de commerce et les parts de SARL, n'a pas souhaité divulguer ses informations à ce jour. Elle réfléchit toutefois à la possibilité de les exploiter.

• **La seule communication disponible à ce jour** provient de la presse financière spécialisée qui recense ces transactions sur des sites généralement accessibles par abonnement.

**Des limites existent toutefois quant à la « représentativité » des chiffres communiqués :**

– dans les PME, par nature « peu liquides » du fait de l'absence de marché ou de marché très restreint, il est tout à fait concevable que deux transactions sur le capital assez proches n'aient pas été effectuées aux mêmes valeurs,

– que vaut une entreprise qui ne dégage pas de résultat et/ou de rendement? Cet écueil est souvent contourné par une évaluation correspondant à un pourcentage forfaitaire du chiffre d'affaires,

– la valorisation doit également être appréciée au vu du périmètre transmis: titres en toute propriété, titres démembrés (usufruit, nue-propriété...), organisation du groupe auquel peut appartenir la société avec les décotes de holding,

– une évaluation d'entreprise peut ne pas constituer une référence marché lorsqu'elle est effectuée à l'occasion de situations particulières telles que donation-partage, ISF, donation entre vifs, transmission par décès...

– enfin, il faut disposer de cessions en nombre suffisant et de biens intrinsèquement similaires en fait et en droit pour être tout à fait conforté.

• **En ce qui concerne les SA**, un marché boursier existe pour certaines d'entre elles, souvent les plus importantes. Ces valeurs boursières ont pour particularité d'être théoriquement un coefficient appliqué à un rendement, avec prise en compte d'une prime de risque et d'un taux de croissance des profits supposés. Les autres critères souvent utilisés sont:

– le ratio de chiffre d'affaires (Price Sales Ratio ou PSR) égal au rapport capitalisation boursière/chiffre d'affaires,

– et le ratio capitalisation boursière/actif net comptable (Price Book Ratio ou PBR).

Bien entendu, les modèles utilisés par les analystes boursiers sont autrement sophistiqués et prennent en compte notamment les risques sectoriels.

**La question se pose de savoir si ce type de modèle est transposable à l'univers des sociétés non cotées. Les Price Earning Ratios de ces sociétés non cotées** sont généralement égaux aux résultats de l'exercice multipliés par un coefficient souvent compris entre 5 et 10 (voir le site < <http://www.ccef.com> »).

Il demeure que bien des entreprises non cotées, disposant d'un avantage concurrentiel durable, méritent une appréciation spécifique qui intègre, au moins sur une durée limitée (N) un taux de croissance espéré des résultats (g) et un taux de rendement (r) des fonds propres réinvestis ou des entreprises présentant des plus-values latentes importantes.

• **Une première piste pourrait être explorée** compte tenu du développement des fusions-acquisitions au travers des valorisations utilisées lors de ces opérations, valorisations normalement disponibles dans les traités de fusion et scission et leurs annexes, ainsi qu'au travers des rapports des commissaires aux apports et à la fusion qui sont déposés au greffe des tribunaux de commerce.

Pour que cette méthode ait un sens, encore faut-il que les sociétés utilisées comme référence aient atteint un niveau de développement leur assurant un niveau d'autonomie suffisant au regard, notamment, de la personne de l'animateur ou des hommes clés, ce qui est rarement le cas des entreprises de moins de 10 salariés.

### Le diagnostic comptable et financier

• **Le diagnostic comptable** a pour vocation de s'assurer que les informations dont l'évaluateur dispose sont dignes de confiance. En d'autres termes, il convient d'effectuer un examen critique des comptes annuels de l'entreprise à évaluer, des budgets, d'une situation comptable récente, du ou des prévisionnels.

Si l'évaluateur est également l'expert comptable de l'entreprise, cette tâche est considérablement facilitée. Dans le cas contraire, l'expert comptable pourra s'appuyer sur les travaux de son confrère expert comptable, voire sur ceux du commissaire aux comptes, sans oublier qu'il ne peut se dispenser d'un examen minimum de cohérence compte tenu de sa qualification.

• **Le diagnostic financier** permet de porter une appréciation quant à la santé financière d'une entreprise par l'étude de sa situation patrimoniale et de son équilibre financier, par l'analyse des résultats et de la rentabilité, et enfin par l'analyse de la capacité d'autofinancement par rapport à l'enveloppe globale du projet.

L'analyse de cette situation peut faire ressortir **la nécessité pour l'acquéreur potentiel d'injecter des fonds dans l'entreprise pour retrouver un équilibre financier «normal»**. Ces fonds viendraient s'ajouter à ceux dont les besoins auraient été mis en évidence au travers des autres diagnostics de l'entreprise, décrits ci-dessus, et ce, dans le contexte propre de l'entreprise sans empiéter sur les besoins liés à un développement du fait de l'acquéreur.

### Les premières conclusions

L'évaluateur, à l'issue de ces diagnostics et de leur impact ou non sur les comptes annuels, récapitulera l'ensemble des points significatifs **en distinguant les points forts et les points faibles**. Les conclusions sont généralement plutôt qualitatives, à savoir forte dépendance vis-à-vis d'un fournisseur exclusif, climat social peu favorable, bail en fin de période, outil de production moderne qui fonctionne actuellement en sous-capacité...

À partir de toutes ces informations et des éléments techniques des diagnostics, **l'évaluateur doit, avant de procéder à l'évaluation proprement dite, établir un rapport d'étape**.

Ce document doit permettre à la personne destinataire de l'évaluation de décider ou non la poursuite du travail de l'évaluateur (bien entendu, cette pré-étude doit dans tous les cas être rémunérée et cela doit être précisé dès avant le démarrage des travaux).

L'évaluateur aura, à la fin de cette étape, une idée assez précise de l'organisation de l'entreprise et il pourra alors préparer une lettre de mission détaillée qu'il soumettra à son client. En la présentant à ce dernier, il pourra vérifier s'il a bien compris le besoin : nature de l'opération, degré d'urgence...

# Évaluer les TPE : spécificités et méthodes à privilégier

**D**eux points sont fondamentaux pour les entreprises de 1 à 9 salariés : mesurer leur degré de dépendance par rapport à leur dirigeant, choisir en fonction des enjeux juridiques, fiscaux et financiers le type de transaction le mieux adapté. Par ailleurs, seules certaines méthodes sont adaptées à leur évaluation.

## ● Lien de dépendance et impact du départ du dirigeant

Les entreprises de moins de 10 salariés, désignées entreprises patrimoniales, sont souvent dépendantes de leur dirigeant, détenteur direct ou indirect d'une part très significative du capital. Lorsque ce dirigeant cède ses titres de participation, il quitte en général également ses fonctions opérationnelles après une période intérimaire de quelques mois à un an.

• **L'absence du dirigeant lui-même** – Se pose alors la question du futur de l'entreprise sans lui. Il faut :

- apprécier l'étendue des travaux qu'il assurait afin de les réaffecter,
- mesurer l'impact de son départ sur les relations avec les tiers. Comment vont réagir les salariés après le départ de l'animateur de l'entreprise qui, selon les cas, pouvait soit les « terroriser », soit les mobiliser ? N'y a-t-il pas un risque de perdre des clients suite à la disparition d'une relation *intuitu personae* ?

Par ailleurs, **l'intérêt de certains choix d'investissements qui sont liés à des passions du dirigeant peut ne pas paraître évident à l'acquéreur potentiel** : bien immobilier, filiales (élevages de bovins suite à vacances pastorales avec propriété opportune...). Ces biens pourront donc être exclus du périmètre de l'évaluation, s'agissant de biens non indispensables à l'exploitation.

• **Impact via les liens familiaux** – Des membres de la famille du dirigeant sont souvent salariés de l'entreprise. Plusieurs questions se posent alors :

- resteront-ils ou non dans l'entreprise après la cession ?
- s'ils souhaitent être maintenus dans leur poste, ce souhait est-il compatible avec la réorganisation souhaitée par le repreneur ? Sauront-ils respecter leur future subordination ?
- y a-t-il adaptation entre l'utilité réelle de leur présence pour l'entreprise et leur coût ? Un dirigeant peut en effet ne pas avoir le même discernement en ce qui concerne un membre de sa famille que pour un autre salarié, et ce, dans un sens ou dans un autre (conjoint collaborateur...).

Les liens familiaux peuvent avoir une incidence à d'autres niveaux :

- avec des fournisseurs, SCI propriétaire des murs, sous-traitance ou achats de marchandises réalisés auprès de sociétés apparentées,
- avec des clients, chiffre d'affaires avec des sociétés apparentées qui peut disparaître après la cession...

• **En conséquence, il faudra procéder aux retraitements comptables** nécessaires (rémunération jugée excessive ou insuffisante...) ou formuler les hy-

pothèses relatives à la nouvelle organisation à mettre en place afin d'établir les prévisionnels d'exploitation et de trésorerie indispensables au dossier, et ainsi mieux appréhender l'enveloppe financière globale nécessaire pour mener à bien la reprise.

## ● Adapter les solutions en fonction de la situation dans laquelle est évaluée l'entreprise

### Transmission: quelle forme de transaction retenir? Fonds de commerce ou titres?

La transaction peut prendre la forme soit d'une vente de fonds de commerce, soit d'une cession de titres. Or, le choix pour l'une ou l'autre de ces formules dépend des conséquences juridiques, fiscales et financières qui y sont attachées. La clause de garantie d'actif et de passif prend, dans le cadre d'une cession de titres, une place prépondérante.

Le choix « fonds de commerce ou titres » passe par l'étude des intérêts, souvent divergents, de l'acheteur et du vendeur.

#### • Le choix pour le fonds de commerce

##### ⇒ Position vendeur

###### • Avantages

La cession de ses actifs présente l'intérêt principal de le dégager définitivement de son entreprise dès que la cession est achevée. Certes, il doit régler son passif et ses impôts et laisser son acquéreur jouir paisiblement du fonds, mais il n'a pas d'obligations importantes (on peut toutefois noter l'obligation de non-concurrence) à l'égard de ce dernier (qui peuvent durer plusieurs années comme la garantie d'actif et de passif dans les cessions de titres).

###### • Inconvénients

Le prix du fonds de commerce ne peut être versé au vendeur tant que durent les oppositions. Généralement, il est séquestré auprès d'un séquestre répartiteur, ce qui allonge les délais d'encaissement dans des proportions souvent importantes.

Le coût fiscal peut être important pour le vendeur, notamment quand la cession entraîne la constatation de plus-values importantes amputant sérieusement le prix de vente. Ce coût fiscal peut être majoré si la cession est suivie de la dissolution et de la liquidation de la société entraînant la taxation des bénéfices distribués.

##### ⇒ Position acheteur

###### • Avantages

L'acheteur devient propriétaire des actifs de l'entreprise. Le droit du propriétaire est beaucoup plus important et plus fort que le droit de celui qui contrôle la société.

Il acquiert également des actifs nets de tout passif. En effet, à part quelques contrats qui sont transmis avec le fonds de commerce (contrats de travail, bail, assurances), l'acquéreur ne prend en charge aucune des obligations ni aucune des dettes du vendeur.

###### • Inconvénients

En l'absence de passif, le montant à financer est généralement plus important qu'en cas de rachat de titres, avec pour corollaire la majoration des droits de mutation.

L'acquéreur ne bénéficie pas de l'antériorité de l'entreprise en achetant un fonds de commerce. Il doit construire sa position et sa crédibilité financière.

#### • Le choix pour les titres

##### ► Position vendeur

###### • Avantage

En cas de cession de titres, la plus-value est taxable au taux de 26 % (CSG et CRDS incluses), alors qu'en cas de cession du fonds de commerce par la société, la plus-value supporte l'impôt sur les sociétés au taux de 33,33 % (25 % dans la limite du seuil de 38 120 €).

###### • Inconvénients

L'acheteur reprenant la société souhaitera se garantir contre les risques de mise en jeu de la responsabilité de celle-ci, aussi demandera-t-il au vendeur une garantie d'actif et de passif couvrant toute la période de prescription en matière fiscale et sociale, et souvent bien plus peut lui être demandé.

Le cédant n'est pas complètement dégagé de l'opération tant que dure cette garantie.

De plus, pour rendre plus efficace cette garantie, l'acheteur désirera ne payer qu'à terme une partie du prix pour la compenser, le cas échéant, avec les indemnités que le vendeur pourrait lui devoir au titre de la garantie.

##### ► Position acheteur

###### • Avantages

La fiscalité sur l'acquisition des titres est généralement moins lourde, notamment en présence d'un rachat d'actions (voir la base documentaire « <http://www.oec-paris.fr> »).

L'acheteur bénéficie d'un avantage du fait de l'antériorité du crédit de l'entreprise et donc souvent de délais de paiement des fournisseurs.

###### • Inconvénients

En cas de rachat des droits sociaux, l'acquéreur n'acquiert que la propriété des titres, il n'a personnellement aucun droit de propriété sur les actifs puisque c'est la personne morale qui les détient. Cette situation peut notamment constituer un handicap lorsqu'il faut fournir des garanties pour financer l'opération de rachat.

Aujourd'hui, pour déduire les intérêts de l'emprunt nécessaire au financement des titres, il faut créer une holding (car, à titre personnel, les intérêts ne sont pas déductibles). Cette situation devrait évoluer dans certaines limites, compte tenu du projet de loi « Agir pour l'initiative économique ».

• **La clause de garantie d'actif et de passif, spécifique à la cession de titres** – En matière de rachat de titres, ou de cession de contrôle, le cessionnaire exige de plus en plus souvent une garantie conventionnelle dite « garantie de passif ». Aux termes de cette garantie, le cédant supporte le passif survenu après la cession et dont l'origine est antérieure à celle-ci, c'est-à-dire le passif que le cessionnaire ne pouvait maîtriser. La garantie demandée couvre souvent également des éléments d'actif (et donc les pertes qui pourraient survenir du fait d'une valeur réelle de ces actifs inférieure à leur valeur comptable); elle est alors dénommée garantie d'actif et de passif.

Ces clauses doivent préciser le ou les bénéficiaires et le cédant s'engage :

– à rembourser à la société le montant des dettes, ou des pertes relatives à des actifs fictifs, révélées après la cession afin que la société apure le passif,

- à désintéresser l'acquéreur à titre personnel,
- à désintéresser les créanciers révélés postérieurement.

Le contenu de la garantie d'actif et de passif est développé dans la base « <http://www.oec-paris.fr> ».

#### **A savoir**

• *En présence d'une clause de garantie d'actif et de passif assimilable à une clause de révision de prix*, le cessionnaire acquéreur des parts ne peut réclamer au cédant des sommes supérieures au prix payé, quel que soit le montant des passifs non comptabilisés au moment de la cession.

• *Ces clauses sont de rédaction délicate* et peuvent, en cas de mauvaise rédaction, être source de nombreux litiges. La clause compromissoire, dite d'« arbitrage », est toujours conseillée dans le cadre de la confidentialité généralement souhaitée dans les affaires. Mais il est vrai qu'elle peut parfois être onéreuse.

• *L'acte de garantie d'actif et de passif doit préciser la date d'arrêt des comptes annuels* et/ou de la situation comptable qui servira de base au déclenchement de cette garantie. Il est vivement conseillé d'y joindre une annexe reprenant les méthodes d'évaluation qui devront être utilisées lors de cet arrêt de comptes afin d'éliminer les litiges pouvant être liés à des divergences d'appréciation quant à ces méthodes d'arrêts.

• *Le régime fiscal de la garantie d'actif et de passif* a été modifié en 2000. Il faut distinguer le cas où le cédant et le cessionnaire sont des particuliers (instruction fiscale du 13 juin 2001) de celui où ce sont des entreprises (CGI art. 39 duodécies 9).

#### **Autres situations d'évaluation**

Des évaluations peuvent être assurées dans d'autres situations de l'entreprise.

• **Options dynamiques** : croissance externe, fusion-absorption avec attribution d'actions et non-paiement en cash de la cible, avec officialisation des plus-values latentes (fonds de commerce, constructions...), et/ou en vue d'une cession ultérieure, et/ou pour une meilleure crédibilité envers les tiers, notamment le monde bancaire, les agences de cotation...

• **Options patrimoniales** : restructuration du patrimoine professionnel avec, par exemple :

- l'optimisation de l'impôt de solidarité sur la fortune avec un seul outil professionnel par des fusions-absorptions,
- et la donation-partage pour préparer la succession de son vivant.

• **Procédures collectives** pour assurer :

- une fusion-absorption avec réévaluation, afin de permettre la reconstitution des fonds propres demandée dans le cadre d'un plan de continuation,
- ou une fusion-absorption pour mettre la situation en conformité avec la confusion de patrimoines prononcée par le tribunal de commerce.

#### **Remarque**

Les méthodes d'évaluation dans le cadre d'une fusion ou d'une scission (c. com. art. 236-1) obéissent à des règles strictes :

- l'évaluation doit porter sur les sociétés dans leur ensemble et non sur les éléments individuels constituant leur actif et leur passif ;
- des méthodes d'évaluation alternatives doivent être mises en place ;
- il faut distinguer les valeurs qui peuvent être prises en compte pour déterminer le montant des apports (valeurs réelles ou valeurs nettes comptables) de celles utilisées pour la parité ou la rémunération et qui doivent obligatoirement être les valeurs réelles.

## ● Les méthodes d'évaluation à privilégier

Dans le cadre des cessions ou acquisitions d'entreprises de moins de 10 salariés, compte tenu des spécificités de ce type d'entreprises, les méthodes basées sur les prévisionnels et notamment celle des Discounted Cash Flow (décrites en partie 4) sont généralement à écarter.

Les méthodes à privilégier sont :

- les valeurs comparables telles que les transactions récentes et les pourcentages à appliquer sur du chiffre d'affaires...,
- les valeurs patrimoniales à partir des capitaux propres comptables,
- l'actif net réévalué,
- les valeurs de rentabilité sur les résultats réalisés et retraités si nécessaire.

### *La méthode des valeurs comparables*

La méthode des valeurs comparables rencontre des limites dans les entreprises de moins de 10 salariés dans la mesure où il existe rarement de « vrais » comparables. Il est toutefois intéressant de communiquer au moins à titre d'information les comparables identifiés.

### *La méthode des valeurs patrimoniales*

• **Intérêt** – La méthode des valeurs patrimoniales est intéressante dans la mesure où elle est souvent considérée comme **une valeur plancher**. En effet, l'entreprise est alors évaluée comme un bien statique sans tenir compte de sa capacité à dégager des résultats. Elle vaut au moins ses capitaux propres. De ce fait, les méthodes patrimoniales sont les moins contestables et les plus simples à mettre en œuvre. Elles trouvent tout leur intérêt quand la rentabilité de l'entreprise est faible.

• **Calcul** – Pour déterminer la valeur de l'entreprise, on retient l'actif net comptable « corrigé » ou retraité, c'est-à-dire la valeur des capitaux propres (et/ou actif net) majorée et minorée des retraitements à opérer tels que l'élimination de non-valeurs (frais d'établissement, frais de recherche et développement, charges à répartir sur plusieurs exercices)...

### *L'évaluation de l'actif net réévalué*

L'actif net est réévalué afin de tenir compte de la valeur réelle des actifs : immobilier, fonds de commerce, titres de participations...

La valeur du fonds de commerce est souvent approchée avec la méthode du goodwill, qui permet de chiffrer la survaleur liée à la rentabilité attendue de l'exploitation de ce fonds de commerce. Les principales méthodes de calcul du goodwill sont les suivantes.

• **La méthode de la rente abrégée du goodwill** – Le goodwill est égal à la capitalisation à intérêts composés d'un superprofit. Ce superprofit est l'excédent de rendement procuré par l'entreprise sur le placement non risqué au taux  $i$  de capitaux égaux à l'actif corporel engagé dans l'exploitation. Rappelons que l'actif corporel est l'ensemble des moyens techniques engagés par l'entreprise dans son activité pour secréter sa rentabilité.

La formule de calcul est la suivante :

$$\text{Goodwill} = an (B - iV)$$

avec :

$a_n$  = valeur actuelle, au taux  $t$ , de la somme de  $n$  annuités de 1 €,

$B$  = capacité bénéficiaire calculée nette d'impôts mais avant frais financiers,

$V$  = valeur substantielle brute : ensemble des éléments de l'actif immobilisé hors éléments incorporels comptables, augmenté de tous les moyens dont dispose l'entreprise sans nécessairement qu'elle en soit propriétaire,

$i$  = taux de rémunération de la valeur substantielle brute.

Le taux d'actualisation  $t$  retenu est le taux de base qui se situe dans la moyenne des taux suivants :

- taux moyen des obligations du secteur public déflaté,
- taux moyen des obligations du secteur privé,
- moyenne annuelle des taux de l'argent au jour le jour déflatés.

La durée de capitalisation peut aller de 3 à 8 ans.

Le taux  $i$  de rémunération de la valeur substantielle est un taux déflaté qui peut être le taux de rendement des obligations ou le taux de rendement des actions.

- **À partir des capitaux permanents nécessaires** à l'exploitation (CPNE), la rente capitalisée des superprofits est donnée par la formule suivante :

$$\text{Goodwill} = a_n (BE - i \text{ CPNE})$$

avec :

$BE$  = bénéfice économique,

$CPNE$  = capitaux nécessaires à l'exploitation,

$a_n$  = valeur actuelle, au taux  $t$ , de la somme de  $n$  annuités de 1 €,

$i$  = taux de rémunération des CPNE.

Le taux de rémunération  $i$  des CPNE résulte d'une moyenne du taux de rémunération des capitaux propres et du taux d'intérêt :

- le taux de rémunération des capitaux propres retenu est généralement l'inverse du PER moyen de valeurs comparables à la bourse ;
- le taux d'intérêt retenu est le coût moyen des emprunts à long et moyen terme en tenant compte de leur déductibilité fiscale.

Le taux d'actualisation  $t$  à retenir est défini ci-dessus.

La durée d'actualisation retenue est en général de 3 à 8 ans.

## Les valeurs de rentabilité et de rendement

- **Principe** – Dans cette conception, tout actif est un droit de percevoir des revenus dans le futur. La valeur de ce bien est égale à la valeur de ces revenus ramenés (actualisés) à aujourd'hui. Les valeurs financières sont toutes fondées sur l'actualisation d'un revenu futur. En pratique, on anticipe les revenus des périodes à venir et on actualise ces revenus à la date de l'opération.

- **Intérêt**

- ⇒ Pour la valeur de rentabilité, l'actionnaire opérationnel ne s'intéresse plus seulement aux dividendes, mais à l'ensemble des revenus dégagés par l'entreprise. Il actualisera donc les résultats économiques et non plus seulement le dividende.

- ⇒ Pour la valeur de rendement, l'actionnaire minoritaire ou financier actualise les dividendes et compare avec son investissement initial. Pour lui, la valeur du titre est donc égale à la valeur actualisée des dividendes augmentée du prix de revente (si l'horizon retenu n'est pas l'infini).

• **Inconvénients** – Ces méthodes, qui paraissent simples de prime abord, présentent deux difficultés majeures :

- le choix de l'élément à actualiser, à savoir le bénéfice moyen, le bénéfice net d'impôt sur les sociétés, un bénéfice retraité, un EBITA, un cash flow, des bénéfices distribués ou tout autre selon le cas particulier à traiter ;
- le choix du taux d'actualisation (voir la base documentaire « <http://www.oec-paris.fr> »).

En pratique, le taux d'actualisation est l'addition :

- *du taux de base* généralement adossé à des taux moyens d'obligations du secteur privé, moyenne annuelle des taux de l'argent au jour le jour, etc. En général, on retient aujourd'hui un taux de 5 % ;
- *d'une prime de risque* qui varie en fonction de plusieurs facteurs tels que la capitalisation de dividendes actuels sur une durée infinie, l'actualisation de dividendes futurs sur l'infini ou dividende croissant au taux  $g$ , ou l'actualisation des dividendes et de la valeur résiduelle sur une durée finie. En général, on retient aujourd'hui un taux de prime de risque de 5 %.

### Privilegier ou écarter des méthodes selon l'entreprise et le type d'acquéreur

Il faut également tenir compte, pour le choix des méthodes, de l'activité de l'entreprise et de la qualité de l'acquéreur potentiel.

• **Les valeurs patrimoniales** à travers l'actif net comptable ou l'actif net réévalué ou le goodwill sont à privilégier dans les situations suivantes :

- activités de commerce et de distribution,
- activités industrielles de façon générale,
- sociétés holdings,
- activités financières (banques, établissements de crédit),
- sociétés foncières.

Elles sont à écarter pour les start up, les SSII et les prestataires de services en général.

• **Les valeurs de rentabilité** sont à privilégier pour tout actionnaire opérationnel. Elles doivent être écartées en général pour les start-up.

• **Les valeurs de rendement** sont à privilégier pour tout actionnaire financier ou minoritaire, pour les sociétés cotées.

Elles sont à écarter pour les start-up, les sociétés en « retournement », les entreprises en difficulté et pour les sociétés en fort développement et réinvestissant leurs bénéfices.

### ● L'approche de l'enveloppe financière globale du projet d'acquisition

L'enveloppe financière du projet d'acquisition dépasse souvent largement le seul prix d'acquisition des titres. Or, cette démarche n'est malheureusement pas utilisée dans les petites entreprises, alors que ce type d'approche pourrait éviter de nombreux dépôts de bilan « postacquisition ».

L'enveloppe financière globale du projet d'acquisition se détermine ainsi :

Valeur de l'entreprise à laquelle l'évaluateur est arrivé par les méthodes retenues

+

Fonds à injecter pour :

- améliorer la structure financière,
- financer le plan de développement,

- financer les pertes éventuelles jusqu'à l'équilibre retrouvé,
- rembourser les comptes courants des dirigeants cédants,
- rembourser par anticipation les prêts « *intuitu personae* » très souvent avec les cautions des dirigeants.

Cette approche nous paraît devoir être intégrée dans le rapport de l'évaluateur et ce, à deux titres :

- tout d'abord, car elle fournit une bonne information de l'engagement financier réel de l'acquéreur,
- et ensuite car elle mesure l'incidence éventuelle de cet apport sur la valeur même de l'entreprise, les besoins d'injection de fonds financiers supplémentaires dans l'entreprise pouvant impacter à la baisse son évaluation finale.

# Évaluer les entreprises de plus de 9 salariés

Dès lors que l'entreprise possède une autonomie patrimoniale par rapport à son dirigeant – en général à partir de 10 salariés –, la méthode analogique et la méthode du Discounted Cash Flow sont applicables.

Nous partirons d'un constat : plus la taille de l'entreprise s'accroît, plus son autonomie patrimoniale se renforce.

En d'autres termes, si la très petite entreprise se confond le plus souvent avec la personne du chef d'entreprise, le poids relatif de celui-ci dans la valeur patrimoniale de l'entreprise est cependant inversement proportionnel à la taille de celle-ci. En prolongeant ce raisonnement, nous pouvons considérer que, lorsqu'une entreprise parvient à une certaine taille, sa pérennité transcende celle du chef d'entreprise.

Dès lors, **de nouvelles approches peuvent être envisagées** en matière d'évaluation d'entreprise :

- d'une part, **la méthode analogique** qui s'appuie sur la comparaison avec d'autres entreprises ;
- d'autre part, **la méthode du Discounted Cash Flow (DCF)** qui se fonde sur ses propres perspectives de développement.

Le seuil retenu dans cette étude – plus de 9 salariés – est nécessairement arbitraire, mais il constitue, sans doute, la limite basse à partir de laquelle l'entreprise acquiert une certaine autonomie par rapport à la personne du chef d'entreprise.

## ● La méthode analogique

Cette méthode procède d'une approche globale de la valeur de l'entreprise par comparaison avec des entreprises analogues.

### Une approche globale

L'approche retenue est une approche globale en ce qu'elle se rapporte, non pas à la valeur de chacun des différents éléments constitutifs du patrimoine de l'entreprise considérée (fonds de commerce, terrains et constructions, matériel et outillage, participations financières, valeurs d'exploitation...), mais à la rentabilité globale générée par la mise sous tension de ces différents éléments considérés comme un tout, c'est-à-dire à l'exploitation.

En d'autres termes, cette approche se fonde sur la rentabilité d'ensemble du patrimoine de l'entreprise, appréciée à travers la capitalisation des paramètres jugés pertinents pour mesurer sa capacité bénéficiaire : chiffre d'affaires, excédent brut d'exploitation, résultat d'exploitation, résultat net...

- **La mesure de la capacité bénéficiaire de l'entreprise** – D'une façon générale, on retiendra que deux grandes catégories de paramètres coexistent :
  - ceux qui conduisent à la détermination d'une valeur d'actif économique ;
  - ceux qui conduisent à la détermination de la valeur des capitaux propres.

La première catégorie, celle relevant de la mesure de la valeur d'actif économique, correspond à la prise en compte de paramètres avant frais financiers : chiffre d'affaires, excédent brut d'exploitation, résultat d'exploitation.

La seconde catégorie, celle relevant de la mesure de la valeur des capitaux propres, ressort de la prise en compte de paramètres après frais financiers : capacité d'autofinancement, résultat courant, résultat net.

En raison des différences notables pouvant exister dans la structure financière de deux entreprises du même secteur d'activité et de taille comparable, l'analyse financière privilégie le plus souvent l'emploi des multiples de valeur d'actif économique.

En tout état de cause, la liaison entre les deux approches suppose une analyse précise de la mesure de l'endettement de l'entreprise.

• **La mesure de l'endettement** – Quelle que soit la taille de l'entreprise concernée, la mesure de son endettement se révèle toujours un exercice délicat, car elle se situe dans un contexte dynamique (et non pas statique) et nécessite le plus souvent des retraitements comptables (effets escomptés non échus, crédit-bail...).

On apportera une attention toute particulière aux entreprises faisant partie d'un groupe de sociétés, car l'arbitrage capital/compte courant pour le financement des besoins permanents de l'entreprise relève essentiellement d'une politique de groupe.

De même, il conviendra d'être tout particulièrement attentif à la variabilité du besoin en fonds de roulement, soit que l'entreprise développe une activité fortement marquée par le phénomène de saisonnalité, soit qu'elle anticipe des perspectives de croissance particulièrement élevées.

### Une approche par comparaison

• **Démarche** – Les approches analogiques supposent que soit préalablement constitué un échantillon de sociétés comparables.

Cette comparabilité portera bien évidemment sur le secteur d'activité de l'entreprise évaluée mais il conviendra, au-delà, de s'assurer du caractère pertinent de cette comparabilité. Ainsi, et à titre d'exemple :

– deux entreprises du secteur textile ne sont pas nécessairement comparables si l'une a pour activité la production et l'autre la distribution ;

– deux entreprises de production dans le secteur textile ne sont pas nécessairement comparables si l'une, titulaire de sa marque, produit pour son propre compte et l'autre, non titulaire de sa marque, ne travaille qu'en sous-traitance.

Par ailleurs, la comparabilité de deux entreprises suppose également que les caractéristiques d'exploitation de chacune d'elles soient comparables : structure d'exploitation, taille de marché, typologie clientèle, taux de croissance...

L'approche analogique ayant pour objet de mesurer la valeur d'une entreprise donnée par rapport à la valeur du marché sur lequel cette entreprise se situe, on cherchera à identifier les composantes de ce marché :

– soit par référence à des sociétés cotées,

– soit par référence à des transactions significatives, portant ou non sur des sociétés cotées.

• **Sociétés cotées** – Par référence, d'une part, à la taille de l'entreprise à évaluer et, d'autre part, à la localisation géographique des marchés sur lesquels

elle intervient, on étendra plus ou moins la sélection des marchés boursiers sur lesquels s'engagera la recherche de sociétés comparables.

De ce point de vue, si, d'une manière générale, la bourse de Paris représente un marché naturel pour la recherche d'un « comparable » à une société cible française, on doit souligner :

- que sur certains secteurs pointus, ou certaines niches d'activité, l'échantillonnage est trop restreint, voire impossible. Dès lors, il peut être utile d'élargir la recherche à des marchés beaucoup plus vastes, notamment les marchés nord-américains (NYSE, NASDAQ...);
- que le marché de la bourse de Paris est lui-même segmenté entre Premier marché, Second marché, Nouveau marché, et qu'il existe également un Marché libre, la taille des entreprises et surtout la liquidité de leurs titres sur ces différents marchés pouvant être très différentes.

En règle générale, on s'assurera, pour les sociétés composant l'échantillon :

- que le niveau d'information financière nécessaire à leur analyse est suffisant;
- que le degré de liquidité de leurs titres sur le marché est consistant.

Enfin, on soulignera que, si la société à évaluer n'est elle-même pas cotée, il est d'usage, pour déterminer sa valeur, d'appliquer une décote pour illiquidité du titre.

• **Transactions comparables** – Les transactions comparables peuvent porter sur les titres d'une société cotée comme sur ceux d'une société non cotée :

- dans le premier cas, on retiendra une approche en ligne avec celle retenue au paragraphe précédent et l'on s'efforcera de mettre en évidence, le cas échéant, la « prime » dégagée sur la transaction par rapport au cours de bourse;
- dans le second cas, il convient de souligner que l'information financière sur la société retenue comme comparable peut être extrêmement ténue. Cette difficulté est telle qu'elle peut parfois empêcher de retenir cette société dans l'échantillon.

En outre, s'agissant des conditions de la transaction, si les sociétés concernées (la société cible et la société retenue pour l'échantillon) ne sont pas cotées, il est parfois difficile d'en connaître toutes les modalités financières (maintien et modification des contrats de travail du cédant, clauses d'ajustement du prix et échelonnement du règlement du prix...).

## ● La méthode du Discounted Cash Flow (DCF)

### *Principes généraux*

La méthode des flux futurs de trésorerie, également désignée sous le terme de Discounted Cash Flow (DCF), est très largement admise en matière d'évaluation d'actif et traduit financièrement qu'un actif « vaut ce qu'il rapporte ».

Cette méthode consiste à calculer, par actualisation, la valeur actuelle nette des flux de trésorerie futurs attendus d'une activité. Dans le cadre d'une transaction, le montant ainsi déterminé correspond au prix qu'un acquéreur devrait accepter de payer pour un investissement donné, puisque cet investissement lui permettra de couvrir le coût des capitaux (dette et fonds propres) qu'il engage.

Un des principaux attraits de cette méthode est de mettre en lumière l'ensemble des hypothèses sous-jacentes à une valorisation (croissance, rentabilité, investissements) et ce, sur une longue période : les flux de trésorerie sont en effet modélisés, puis projetés sur le long terme.

Dans cette approche, la valeur d'entreprise (VE) correspond à la somme de ses cash flows disponibles prévisionnels actualisés au coût moyen pondéré du capital engagé (CMPC):

$$VE = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1 + CMPC)^i} + \frac{VT}{(1 + CMPC)^n}$$

et

$$V_{FP} = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1 + CMPC)^i} + \frac{VT}{(1 + CMPC)^n} - V_D$$

avec:

- VE: la valeur d'entreprise
- $V_{FP}$ : la valeur des fonds propres
- CF: le flux de trésorerie (free cash flow) généré par l'exploitation
- CMPC: le coût moyen pondéré du capital
- VT: la valeur terminale
- $V_D$ : la valeur de l'endettement financier net.

### Les quatre étapes du DCF

On peut décomposer la mise en œuvre d'une évaluation par la méthode du DCF en quatre phases qui, sans être totalement indépendantes, correspondent aux éléments les plus importants du modèle. Ces étapes sont les suivantes:

- modéliser les flux de trésorerie attendus;
- estimer le flux normatif;
- calculer le coût moyen pondéré du capital;
- déterminer la valeur d'entreprise.

• **Modéliser les flux de trésorerie attendus** – Les éléments réunis lors du diagnostic stratégique et financier constituent, avec le business plan (prévisions d'activité) établi par la société, le point de départ d'une évaluation selon la méthode du DCF. Lorsqu'elles sont disponibles, ces prévisions sont souvent établies sur un horizon relativement court (de 3 à 5 ans).

Le rôle de l'évaluateur est d'examiner ces prévisions, afin de les critiquer ou de les prolonger si nécessaire. Dans certains cas, il pourra même être amené à établir ou à assister les dirigeants dans l'établissement de ces prévisions.

L'objectif recherché, dans cette première étape, est de disposer d'un modèle exempt d'erreurs matérielles et reflétant des hypothèses d'activité réalistes, cohérentes et pertinentes.

• **Estimer le flux normatif** – Après avoir examiné les prévisions établies à 3 ou 5 ans, l'évaluateur doit estimer la performance financière que la cible est en mesure de maintenir à long terme.

⇒ Ce flux de trésorerie « normatif » va en effet permettre le calcul de la valeur terminale, qui correspond à la valeur de l'actif économique de la cible à la fin de l'horizon de prévision explicite. Il est important de souligner que la valeur terminale représente très souvent une part prépondérante (plus des 2/3) de la valeur d'entreprise. Cette proportion élevée s'explique par le fait que les prévisions sont établies sur un horizon relativement court par rapport à la durée de vie des actifs et que les prévisions intègrent leur renouvellement via les investissements.

⇒ Le calcul du flux normatif se base en général sur le dernier cash flow des prévisions, corrigé, dans le cas d'une société industrielle, des éléments suivants:

- la croissance du chiffre d'affaires doit être égale à la croissance qu'il est possible de maintenir à long terme. Souvent, on retiendra le même rythme que l'économie, soit environ 2 à 3 % selon le secteur;
- le taux de marge doit tenir compte des éléments du diagnostic stratégique (arrivée éventuelle d'un concurrent, dérégulation...);
- la variation de BFR doit être calculée en tenant compte du taux de croissance à long terme;
- les investissements doivent être calculés afin de maintenir le ratio d'intensité capitalistique (actif immobilisé/chiffre d'affaires) à un niveau cohérent avec celui constaté lors du diagnostic financier ou sur les principaux concurrents;
- les amortissements sont fixés comme étant égaux aux investissements, afin de permettre le calcul de l'impôt sur les sociétés normatif;
- les différents retraitements peuvent conduire à un cash flow normatif sensiblement différent du dernier cash flow, notamment lorsque le dernier cash flow a été déterminé en tenant compte d'une croissance forte et d'investissements importants.

### • Calculer le coût moyen pondéré du capital

⇒ *Le coût du capital représente la rentabilité exigée par l'ensemble des investisseurs pour un actif. Ces « investisseurs » apportent principalement deux types de financement :*

- les capitaux propres sont rémunérés via des dividendes et donnent accès à la propriété de tous les éléments composant le patrimoine de l'entreprise;
- la dette financière est la partie des dettes de l'entreprise qui porte intérêt : emprunts, comptes courants, etc.

S'ajoutent parfois à ces deux catégories de financement des moyens de financement « intermédiaires » dénommés dettes mezzanines, à travers notamment des emprunts obligataires (convertibles en actions ou non).

Le coût moyen pondéré du capital, ou CMPC, représente le coût qui résulte de la possibilité, pour les investisseurs, d'arbitrer entre plusieurs actifs et de baser leur choix sur le risque que présentent les revenus futurs de cet actif. Ainsi, plus un actif produira des revenus volatils, plus il sera « risqué » et plus la rentabilité exigée sera élevée (les investisseurs qui recherchent un placement plus sûr ont la possibilité de choisir, sur le marché, un actif présentant un risque moindre). Cet équilibre entre risque et rentabilité constitue le socle de cette méthode.

En résumé, les flux de trésorerie générés par l'entreprise peuvent se décomposer comme suit :

#### L'évaluation par les flux de trésorerie

Cash flows	Flux de trésorerie avant intérêts et remboursement de dette	Flux de trésorerie après intérêts et remboursement de dette
Rémunération	Actionnaires et créanciers	Actionnaires
Taux	Coût moyen pondéré du capital (CMPC)	Coût des fonds propres (K <sub>CP</sub> )
Valorisation	Valeur d'entreprise (V <sub>E</sub> ) = Valeur des fonds propres (V <sub>FP</sub> ) + Valeur de l'endettement financier (V <sub>D</sub> )	Valeur des fonds propres (V <sub>FP</sub> )

⇒ *Calcul du CMPC.* Le CMPC correspond à la moyenne pondérée des ressources utilisées par la société :

$$CMPC = K_{CP} \times \frac{V_{FP}}{V_{FP} + V_D} + K_D \times (1 - IS) \times \frac{V_D}{V_{FP} + V_D}$$

avec :

$V_{FP}$  : la valeur des fonds propres

$V_D$  : la valeur de la dette

$K_{CP}$  : le coût des fonds propres

$K_D$  : le coût de la dette financière. Le facteur  $(1 - IS)$  reflète l'économie d'impôt liée à la charge d'intérêts, les flux de trésorerie tenant compte d'un impôt à taux plein.

La pratique actuelle de l'évaluation d'entreprise repose majoritairement sur le modèle du MEDAF qui permet de décomposer :

- le coût des fonds propres,
- le coût de la dette financière.

⇒ *Estimation du coût des fonds propres ( $K_{CP}$ )*. Le coût des fonds propres est une question qui fait l'objet de nombreux débats.

Ce modèle permet d'estimer la rentabilité exigée par un actionnaire selon la formule suivante :

$$K_{cp} = Rf + (Rm - Rf) \times \beta_{cp}$$

avec  $Rm$  : le risque de marché

$Rf$  : le taux sans risque

$\beta$  : le coefficient de sensibilité au risque

L'estimation de ces différents paramètres représente une difficulté importante du DCF et requiert, dans la plupart des cas, d'avoir accès à des bases de données financières, même si ces informations tendent à être assez largement diffusées.

Le taux sans risque ( $Rm$ ) correspond à la rémunération qu'on peut attendre d'un investissement en obligations sans risque : on peut ainsi retenir le taux des OAT à 10 ans.

La prime de risque correspond à la rémunération du risque systématique de l'ensemble du marché actions ( $Rm - Rf$ ), pondérée par un coefficient de sensibilité au risque ( $\beta$ ) destiné à tenir compte de la volatilité de l'entreprise par rapport au marché.

Le coefficient  $\beta$  d'une société cotée est défini par référence à la volatilité de son cours de bourse par rapport à l'évolution du marché. Cette mesure peut être obtenue directement sur les bases de données financières.

Pour les sociétés non cotées, il est impossible de procéder par analogie avec le  $\beta$  mesuré sur des sociétés cotées. Toutefois, cette approche n'est pas nécessairement adaptée aux sociétés non cotées, en raison de leur faible diversification, de leur dépendance par rapport à quelques clients et hommes-clés, de la difficulté de négocier les titres de ces sociétés (liquidité), etc.

⇒ *Estimation du coût de la dette ( $K_D$ )*.  $K_D$  doit correspondre au coût à long terme de la dette. Lorsque l'on considère une société isolée, sauf cas particulier, le coût constaté est une approche satisfaisante, mais on retiendra que le coût de la dette varie sensiblement avec le niveau de l'endettement.

• **Déterminer la valeur de l'entreprise** – Dans le modèle du DCF, la valeur d'entreprise est égale à la somme de tous les flux de trésorerie d'exploitation, c'est-à-dire à la fois ceux de l'horizon explicite et ceux attendus au-delà (le flux « normatif »).

Il faudrait donc prolonger à long terme le plan d'affaires en répétant chaque année le « flux normatif » augmenté du taux de croissance attendu à long terme.

En pratique, une solution plus courante consiste à calculer la valeur de ce « flux normalisé » ( $C_{FN}$ ), en utilisant une simplification arithmétique : en effet, on peut facilement démontrer que la somme d'un flux de trésorerie croissante à un taux et actualisé à un taux de  $\frac{(1+g)}{(1+CMPC)}$  est égale à  $\frac{C_{FN}}{(CMPC-g)}$ .

Dès lors, la valeur terminale (VT) est égale à  $\frac{C_{FN}}{(CMPC-g)}$ .

**Attention** Il convient de souligner que ce montant doit être actualisé au même taux que le dernier cash flow de l'horizon explicite.

## Synthèse

Selon la méthode du DCF, la somme des cash flows actualisés et de la valeur terminale actualisée est égale à la valeur d'entreprise, qui correspond donc à tous les cash flows attendus de l'activité de l'entreprise.

Valeur d'entreprise	Déterminée par le DCF
+ Actifs « hors exploitation »	Il faut ajouter la valeur des éléments exclus du business plan : une participation non consolidée, par exemple, ou un terrain non exploité. Les éléments destinés à être cédés seront valorisés pour leur montant net d'IS et de frais de cession.
- Intérêts minoritaires	La valeur réelle des intérêts minoritaires doit être déduite, car elle revient à d'autres actionnaires... Un examen minutieux du périmètre de consolidation est à prévoir !
- Dettes financières	À déduire si la société est endettée, mais à ajouter si elle dispose d'un « trésor de guerre ».
<b>= Valeur des fonds propres</b>	<b>Ce qui revient <i>in fine</i> aux actionnaires</b>

■ Cette méthode est très utilisée actuellement car elle repose sur une idée simple : une entreprise n'a de valeur que si, un jour, elle rapporte de l'argent.

Toutefois, elle a ses limites puisqu'elle repose sur la capacité de l'entreprise à réaliser réellement ses prévisions.

Par ailleurs, en fonction du pourcentage du capital visé dans la transaction, il y a lieu de s'interroger sur l'existence d'une prime de contrôle.

### Conclusion

#### QUATRE POINTS FONDAMENTAUX À RETENIR

##### ► La démarche d'évaluation

Une bonne évaluation d'entreprise repose sur une **véritable démarche de travail** dont les principales étapes ont été exposées dans le dossier.

**La démarche est aussi importante que le résultat** dans la mesure où c'est elle qui oblige l'évaluateur et le chef d'entreprise à rechercher avec sérieux et lucidité les forces et les faiblesses de son affaire. Régulièrement effectué, ce salutaire exercice évite en particulier les désillusions parfois cruelles du vendeur une fois mis en face du marché, c'est-à-dire d'un acheteur sans complaisance.

La qualité de l'expertise doit apporter une **sécurité appréciable** lors des 500 000 transmissions d'entreprises à venir. Il s'agit donc d'une **prévention-anticipation** qui doit limiter le nombre de défaillances d'entreprises liées à une **transmission non opportunément menée**.

##### ► La maîtrise des méthodes retenues par l'administration fiscale

Si la jurisprudence a fixé de longue date la nécessité d'une approche multicritère pour l'évaluation des titres de sociétés, force est de reconnaître que l'administration fiscale fait de ce principe une lecture réduite, se refusant en particulier à admettre, au nom du principe de non-immixtion dans la gestion, les évaluations fondées sur des prévisions de cash flows. Il faudra sans doute encore du temps et des efforts pour faire évoluer cette situation. En attendant, la bonne maîtrise des méthodes **retenues par l'administration fiscale** est indispensable pour se **prémunir** contre une **contestation éventuelle ou pour préparer des éléments de réponse crédibles** et ce, afin de limiter les contentieux qui sont sinon souvent « lourds ».

##### ► L'importance du cadre juridique

La rédaction du **cadre juridique qui accompagnera la transaction lors d'une cession** revêt une grande importance, tant en ce qui concerne les promesses que les actes mais aussi les clauses de garantie d'actif et de passif lors de cessions de titres, aujourd'hui pratique très courante, et les **clauses de différend** (arbitrage ou recours aux tribunaux) **pour régler les éventuels litiges futurs dans les meilleures conditions**.

##### ► L'évaluation au service de la prévention permanente

Il faut aussi accepter l'idée que, sans pour autant se soumettre à la volatilité des marchés boursiers, **la valeur de l'entreprise fluctue** avec l'environnement économique et financier et en fonction de ses performances passées et surtout futures.

Quand les taux d'intérêt baissent de près de deux points ou quand la croissance du marché sur lequel évolue l'entreprise se réduit d'autant, comment ne pas en tenir compte dans la valeur? D'où la nécessité de « points » réguliers pour détecter les variations de valeur et en profiter au bon moment. **La prévention permanente dans les entreprises** pourrait aussi être appréhendée de façon **plus dynamique avec une évaluation annuelle** de l'entreprise afin de :

- répondre à l'inquiétude légitime du chef d'entreprise s'il constate une érosion de la valeur,
- permettre au chef d'entreprise de prendre la décision de vendre son entreprise au plus « haut ».

## QUEL SERA DEMAIN LE MARCHÉ DE L'ÉVALUATION ?

Le domaine des évaluations, de plus en plus étendu, va continuer à se développer du fait :

► de l'entrée en vigueur des normes IFRS, avec l'approche de la juste valeur pour les immobilisations et les acquisitions d'entreprises, qui privilégient la méthode des DCF;

► de l'épargne salariale et bientôt de l'épargne-retraite, pour laquelle toute entreprise non cotée dans laquelle sont investis les fonds des salariés devra être évaluée régulièrement. La confiance que les partenaires sociaux mettent dans la valeur fixée par l'expert ne doit pas être déçue. Le président Dominique Ledouble anime un groupe de travail au Conseil supérieur de l'Ordre des experts comptables sur ce thème;

► de nombreuses transmissions à titre gracieux dans le cadre des donations-partages en faveur des héritiers;

► des transmissions à titre onéreux que l'on attend nombreuses également, du fait de la génération du « baby-boom » des années cinquante aujourd'hui prête à céder;

► de la mise en œuvre des clauses compromissoires conduisant à des procédures de médiation et d'arbitrage ;

► de l'obligation de calculer les parités dans le cadre des fusions sur la base d'une évaluation de l'absorbée et de l'absorbante (instruction fiscale du 4 août 2000).

À ces missions « de conseil » s'ajoutent des missions « d'audit » qui consistent à procéder, en tant qu'expert indépendant, à une analyse critique des évaluations faites par les banquiers, l'administration fiscale ou simplement les conseils de parties adverses et ce, souvent en vue de la transmission d'une entreprise de bonne taille.

## QUE FONT LES PROFESSIONNELS POUR S'Y PRÉPARER ?

Face à une croissance des besoins du marché, l'Ordre des experts comptables a souhaité se doter, en synergie avec la Compagnie des conseils et experts financiers et l'Ordre des avocats, de nouveaux moyens au service des enjeux de développement des entreprises.

Une base documentaire en ligne est apparue être l'outil le plus approprié. Ce n'est que l'un des outils disponibles : s'y ajoutent les formations proposées par nos organisations professionnelles et les nombreuses animations offertes tant aux praticiens qu'aux chefs d'entreprise.

Il faudra aussi sans doute aller plus loin et rétablir si, possible, ce qu'il est convenu d'appeler l'asymétrie de l'information : certains intervenants financiers et l'administration fiscale détiennent des données de référence extrêmement riches qui ne sont pas accessibles à tout un chacun. Les notaires ont su collectivement constituer une base de référence sur les prix des transactions immobilières ; il reste à faire un effort identique en matière de cessions d'entreprises : un chantier mobilisateur pour l'interprofessionnalité et l'occasion pour le marché de la transmission de devenir ainsi plus fluide et plus riche.

Les professionnels ne doivent pas hésiter. Ils doivent s'engager dans les États Généraux des évaluations.